

Novembre / dicembre 2021

Messaggi chiave

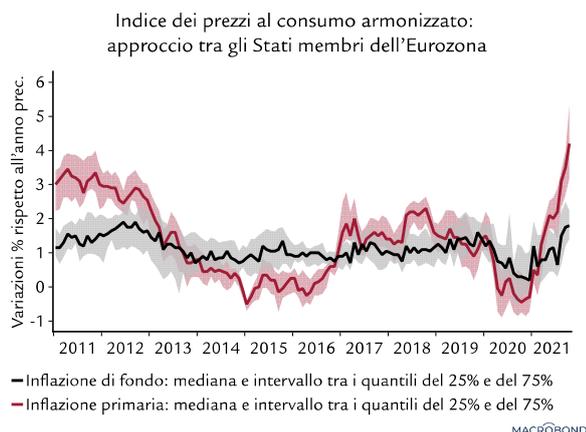
- Stati Uniti: deterioramento del mix crescita/inflazione, ma nessuna stagflazione
- Eurozona: Francia e Italia crescono, mentre la Germania risente di strozzature dell'offerta industriale
- Inflazione: l'energia è il principale driver in Europa, crescente pressione salariale soprattutto negli Stati Uniti e nel Regno Unito

Previsioni: un raffronto

	Crescita PIL 2021		Crescita PIL 2022		Inflazione 2021		Inflazione 2022	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Stati Uniti	5,4% ↓	5,7% ↓	3,3% ↓	4,1% ↓	4,4% ↑	4,4% ↑	3,1% ↑	3,4% ↑
Eurozona	5,2% ↑	5,1% ↑	3,7% ↑	4,4%	2,4% ↑	2,3% ↑	2,0% ↑	2,0% ↑
Germania	2,9% ↑	2,8% ↓	3,6%	4,4%	3,1% ↑	3,0% ↑	2,3% ↑	2,2% ↑
Francia	6,8% ↑	6,1%	3,6% ↑	3,8%	1,6%	1,7% ↑	1,8% ↑	1,6% ↑
Regno Unito	6,9% ↑	6,9% ↑	4,2% ↓	5,1% ↓	2,3% ↑	2,3% ↑	3,0% ↑	3,3% ↑
Svizzera	3,2%	3,4% ↓	2,7%	3,1% ↑	0,6%	0,5%	0,8%	0,6%
Giappone	2,3% ↓	2,3%	2,1% ↑	3,0%	-0,3%	-0,2%	0,4%	0,5%
Cina	7,9% ↓	8,2% ↓	5,1% ↓	5,5% ↓	0,8% ↓	1,2%	2,0% ↓	2,1% ↓

Le variazioni rispetto al mese precedente sono indicate con frecce.
Fonte: Consensus Economics Inc. Londra, 11.10.2021

Grafico del mese



Lo shock dei prezzi dell'energia colpisce l'Eurozona in modo eterogeneo: inflazione primaria dall'1,4% di Malta all'8,2% della Lituania a ottobre; metà dei Paesi con tassi del 3-5%. È salita anche l'inflazione di fondo, che esclude alimentari ed energia, ma ha superato il 2% solo in alcuni dei Paesi che hanno già pubblicato i dati di ottobre. Con un'inflazione di fondo del 2,8%, la Germania è l'esempio più lampante di questa dinamica, che ha scatenato gli attacchi dei media alle autorità monetarie. Tuttavia, i rialzi dei tassi non possono fare molto contro il rincaro dell'energia e da gennaio, con il venir meno di alcuni effetti base, l'inflazione di fondo tornerà a scendere in Germania.

Stati Uniti

Ritorno della stagflazione?

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 5,5%	2021: 5,7%
2022: 3,4%	2022: 4,1%

Secondo la prima stima del PIL del T3, l'economia statunitense è cresciuta solo del 2,0% (annualizzato), un netto rallentamento rispetto al trimestre precedente e meno di quanto ci aspettassimo noi e il consensus. Con i tassi d'inflazione sorprendentemente elevati, tra gli investitori si sono moltiplicati i timori di stagflazione, una situazione difficile da contrastare con la politica monetaria e che non sperimentiamo dallo shock petrolifero degli anni '70. Riteniamo che il rischio sia basso. In primis, a differenza degli anni '70, gli Stati Uniti oggi non devono affrontare uno shock esterno dei prezzi dell'energia, poiché la dipendenza dalle importazioni di greggio è molto diminuita e il Paese è un esportatore netto di gas naturale. Il rapporto tra i prezzi all'esportazione e all'importazione (le cosiddette "ragioni di scambio") è persino decisamente migliorato negli ultimi due anni. In secondo luogo, l'inflazione elevata non ha eroso il potere d'acquisto medio. I redditi reali sono più alti di prima della pandemia e le economie domestiche hanno accumulato molti risparmi durante la pandemia. La debolezza del T3 non è ascrivibile al consumo privato, che è cresciuto rapidamente, bensì all'aumento delle importazioni e alla debolezza degli investimenti, soprattutto nel settore residenziale. L'aumento delle importazioni è un buon segno per la domanda interna e ci aspettiamo un ritorno a una crescita moderata già nel T4.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 4,4%	2021: 4,4%
2022: 3,1%	2022: 3,4%

Se i timori di stagflazione sono eccessivi, le preoccupazioni riguardo all'inflazione sono più che giustificate. A ottobre la dinamica dei prezzi è tornata ad accelerare, specie nell'edilizia, che ha un peso elevato nell'indice. Inoltre, nel T3 i costi salariali delle aziende sono aumentati notevolmente. Sul mercato del lavoro ci si aspetta ancora che la partecipazione alla vita professionale si riprenda nei prossimi mesi, riducendo le pressioni salariali.

Eurozona

Inflazione ai massimi pluriennali

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 5,2%	2021: 5,1%
2022: 3,7%	2022: 4,4%

Rivediamo leggermente al rialzo la previsione di crescita del PIL per il 2021 e il 2022. I dati disponibili per il T3 delineano un quadro generale sorprendentemente positivo dell'economia dell'Eurozona. Di recente la crescita è stata particolarmente sostenuta in Francia e in Italia, mentre in Germania continua ad essere frenata dalle strozzature dell'offerta globale nell'industria. Tuttavia, in Germania il prodotto interno lordo dei primi due trimestri è stato rivisto, con una conseguente revisione netta al rialzo per l'intero anno. I dati finora disponibili per il T4 2021 indicano un leggero rallentamento della dinamica economica a causa delle strozzature dell'offerta nell'industria. Tuttavia, gli indici PMI dell'industria e dei servizi restano saldamente oltre la soglia di espansione. Sotto questo aspetto si distingue l'Italia, il cui indice PMI è addirittura salito leggermente in ottobre. Soprattutto in Italia, ma non solo, la politica monetaria e fiscale sta avendo un effetto prociclico. Le misure delle autorità a sostegno dell'economia e del sistema finanziario hanno quindi avuto l'effetto desiderato, come è possibile riscontrare anche nei dati sul mercato del lavoro. Ora nell'Eurozona il tasso di disoccupazione è più di un punto percentuale sotto il livello di settembre 2020.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 2,4%	2021: 2,3%
2022: 2,0%	2022: 2,0%

La reazione coordinata della politica monetaria e fiscale al crollo economico dell'anno scorso è uno dei motivi del netto aumento del tasso d'inflazione. Tuttavia, come prima, metà del balzo al 4,1% è ascrivibile all'andamento dei prezzi dell'energia. La transizione energetica ha un prezzo. Nel 2022 il tasso d'inflazione sarà probabilmente molto più basso, ma la media annuale dovrebbe restare superiore al 2%.

Germania

Secondo inverno della pandemia

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 2,9%	2021: 2,8%
2022: 3,6%	2022: 4,4%

Di recente in Germania il numero di casi di Covid-19 è aumentato più rapidamente del previsto, raggiungendo il livello degli inizi di novembre 2020. Salgono anche i ricoveri e i decessi, ma restano leggermente al di sotto delle cifre di novembre 2020. Attualmente la Germania ha un tasso di vaccinazione del 66%. Finora, l'SPD ha escluso nuove misure restrittive e ha annunciato l'intenzione di revocare lo stato di emergenza il 25 novembre. Si punta invece sulla terza dose del vaccino, ora raccomandata per i più anziani e le categorie a rischio, ma disponibile anche ad altre fasce della popolazione. Alla luce del miglioramento del sentiment e della mobilità più stabile, finora i consumatori si sono mostrati piuttosto indifferenti. Tuttavia, a settembre le vendite al dettaglio, già volatili, sono nuovamente diminuite. Anche l'indice PMI dei servizi è sceso più del previsto a ottobre. Il PMI dell'industria è rimasto su un livello elevato malgrado le strozzature dell'offerta, che però dovrebbero continuare a frenare la crescita economica nel T4, dopo l'espansione deludente dell'1,8% nel T3. Dopo le revisioni al rialzo per il primo semestre, la nostra previsione di crescita per il 2021 è comunque lievemente aumentata.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 3,1%	2021: 3,0%
2022: 2,3%	2022: 2,2%

L'inflazione dei prezzi al consumo ha sorpreso di nuovo al rialzo a ottobre, salendo al 4,5%. Tassi d'inflazione del genere non si registrano da quando la Bundesbank era ancora al timone. Tuttavia, più della metà dell'incremento è dovuta ai prezzi dell'energia. Rivediamo al rialzo la nostra previsione d'inflazione per il 2021 e per il 2022, ma ci aspettiamo che l'andamento dei prezzi si normalizzi già nel 2022. Restiamo quindi dell'idea che l'attuale aumento rimarrà un fenomeno temporaneo.

Francia

Ritorno ai livelli pre-crisi

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 6,8%	2021: 6,1%
2022: 3,5%	2022: 3,8%

Con una crescita trimestrale del PIL del 3,0%, nel T3 l'economia francese ha superato gli altri grandi Paesi dell'Eurozona, ossia Germania, Italia e Spagna, tornando per prima ai livelli pre-crisi del PIL. Rispetto alla Germania, la Francia beneficia di un peso settoriale dell'industria più basso. Inoltre, anche l'industria francese è alle prese con strozzature dell'offerta e di recente ha subito un calo degli ordinativi. Invece, il settore dei servizi è stato dinamico; soprattutto i settori più penalizzati dalla pandemia hanno superato ogni aspettativa. La creazione di valore del settore alberghiero e della ristorazione è salita del 43% nel T3 e resta inferiore al livello pre-crisi di "solo" il 9%. Anche i trasporti hanno registrato un boom, riducendo il divario con i livelli pre-crisi al 4%. La crescita continua ad essere trainata dal massiccio stimolo fiscale. Già nell'agosto 2021, il deficit del governo ha raggiunto il record del 2020 di 178 mia. di EUR. Tuttavia, come in molti altri Paesi industrializzati, nel 2022 vi sarà senz'altro un giro di vite. Il governo intende tagliare la spesa del 3,5%, il che dovrebbe inibire notevolmente la crescita alla luce della spesa pubblica elevata.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 1,6%	2021: 1,7%
2022: 1,8%	2022: 1,6%

Il boom dei prezzi del gas, che alimenta l'inflazione e pesa sui consumi privati in molti Paesi europei, è meno sentito in Francia. Nel paniere tipo per calcolare l'inflazione il gas incide per appena l'1,1%. Ma soprattutto, le centrali a gas contribuiscono alla produzione di elettricità solo per il 6% e, in quanto esportatore netto, la Francia non deve acquistare elettricità dai Paesi vicini a prezzi crescenti. Anche per questo, nel 2021 e nel 2022 l'inflazione media annua dovrebbe rimanere sotto il 2%.

Regno Unito

Contro l'economia della scarsità

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 6,9%	2021: 6,9%
2022: 4,2%	2022: 5,1%

Finora l'economia britannica sembra tenere testa all'"economia della scarsità" sotto forma di scaffali vuoti e strozzature dell'offerta e alle notizie negative sulle relazioni con l'UE. I dati mensili sul PIL già pubblicati per il T3 non sono esaltanti, ma abbastanza solidi da indurci a rivedere al rialzo le nostre previsioni caute per il 2021. Il fanalino di coda rimane il settore delle vendite al dettaglio, che dal picco delle vendite dell'aprile 2021 ha perso terreno ogni mese. Il consumo privato si è spostato verso i servizi: in agosto il settore alberghiero, per esempio, ha sorprendentemente superato di nuovo i livelli pre-crisi. L'attività si è quasi completamente normalizzata anche nelle aree del tempo libero e dell'intrattenimento. Malgrado il recente calo della fiducia dei consumatori, forse causato dal rincaro dell'energia, i fornitori di servizi hanno comunicato un'accelerazione dell'attività in ottobre, contrariamente alla tendenza dell'Europa continentale. Tuttavia, la ripresa dovrebbe perdere slancio nel 2022, quindi la nostra previsione sul PIL resta più cauta rispetto al consensus. Le strozzature sul mercato del lavoro potrebbero impedire al Regno Unito di realizzare il suo pieno potenziale di crescita dal lato dell'offerta, mentre dal lato della domanda i prossimi rialzi dei tassi della Bank of England potrebbero causare una frenata.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 2,3%	2021: 2,3%
2022: 3,0%	2022: 3,3%

A settembre l'inflazione è scesa leggermente dal 3,2% al 3,1%, ma dovrebbe salire già a ottobre a causa del tetto del 12% ai prezzi di elettricità e gas. Questo intervento normativo mantiene i prezzi dell'energia artificialmente bassi nei mesi invernali (i prezzi all'ingrosso sono saliti molto di più). È probabile che il tetto venga ulteriormente aumentato al prossimo adeguamento di aprile 2022. Alla luce dell'incremento dei salari, nel 2022 l'inflazione media annua dovrebbe attestarsi intorno al 3%.

Svizzera

Mercato del lavoro flessibile

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 3,2%	2021: 3,4%
2022: 2,7%	2022: 3,1%

Una serie di indicatori congiunturali segnala un ulteriore rallentamento della dinamica di crescita nel T4 2021. Tuttavia, la quarta ondata della pandemia non fa ancora presagire un nuovo calo del PIL nel trimestre in corso o agli inizi del prossimo anno. Le misure di contenimento resesi ancora necessarie all'inizio dell'anno sembrano ora fuori questione, persino alla luce del nuovo aumento dei contagi. La domanda dei consumatori è assai sostenuta, anche grazie alla rapida ripresa del mercato del lavoro. Intanto, ci aspettiamo che il tasso di disoccupazione per il 2021 si attesti in media al 3,0%, mentre per il 2022 prevediamo una flessione al 2,5%. Secondo le nostre previsioni, il valore di fine anno 2022 dovrebbe essere del 2,4%, leggermente superiore al livello pre-crisi pari al 2,3%. Il mercato del lavoro svizzero ha quindi dato prova ancora una volta del suo alto grado di flessibilità, dato che in questo periodo ha dovuto assorbire, tra l'altro, tre coorti di laureati e diplomati. Tuttavia, resta da temere che il tasso di disoccupati, che comprende non solo i disoccupati registrati ma tutte le persone in cerca di lavoro, non si riprenda allo stesso ritmo.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 0,6%	2021: 0,5%
2022: 0,8%	2022: 0,6%

A fine ottobre i prezzi finali al consumo dei combustibili fossili erano aumentati ulteriormente anche in Svizzera. Tuttavia, il peso dei prodotti petroliferi, pari al 2,4%, è inferiore a quello delle statistiche dei prezzi al consumo dei Paesi UE. Inoltre, l'apertura del mercato al dettaglio svizzero e il vigore del franco frenano i prezzi. Anche la rapida ripresa del mercato del lavoro non dovrebbe comportare rischi d'inflazione persistenti: con una media dello 0,8%, la crescita dei salari prevista per il 2022 resta moderata.

Giappone

Continuità dopo le elezioni

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 2,3%	2021: 2,3%
2022: 2,1%	2022: 3,0%

Le elezioni della Camera bassa del 31 ottobre si sono concluse con più voti del previsto per il nuovo premier Fumio Kishida, il cui partito liberaldemocratico (LDP) ha mantenuto la maggioranza assoluta alla Camera bassa. Ciò assicura la continuità della politica economica, ancora all'insegna dell'“Abenomics” di Shinzo Abe anche dopo la sua partenza. Quindi possiamo ancora aspettarci una politica monetaria espansiva e occasionali pacchetti fiscali. Il Primo ministro Kishida ne ha preannunciato uno prima di fine anno: si parla di una nuova tornata del programma “Go To Travel” per stimolare il turismo e persino di versamenti diretti di denaro alla popolazione. Il consumo privato si conferma infatti la nota dolente. Nel T2 2021 era ancora inferiore del 4,4% rispetto al 2019 e nel T3, secondo i primi indicatori, ha dato pochi segnali di ripresa. Tuttavia, i progressi nelle vaccinazioni e il basso numero di contagi hanno risollevato la fiducia dei consumatori e potrebbero favorire una ripresa dei consumi a breve termine. Nel medio periodo, però, per un'espansione trainata dai consumi è essenziale una maggiore crescita dei salari, che è anche l'obiettivo dichiarato di Kishida. Tuttavia, è assai probabile che il premier fallisca nell'intento, come Shinzo Abe, poiché malgrado le riforme, gli appelli e gli incentivi, il principio giapponese del “congelamento dei salari contro la sicurezza del lavoro” sembra essere profondamente radicato.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: -0,3%	2021: -0,2%
2022: 0,4%	2022: 0,5%

A settembre 2021 l'inflazione dei prezzi al consumo ha superato lo 0% per la prima volta dall'agosto 2020, spinta dall'energia e dagli alimenti deperibili. Escludendo queste due categorie di beni volatili, l'inflazione di fondo è rimasta al -0,5%. Nel 2021 l'inflazione primaria dovrebbe riprendersi solo fino a una media dello 0,4%.

Cina

Delusione sul fronte della crescita

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 7,9%	2021: 8,2%
2022: 5,1%	2022: 5,5%

La crescita economica reale della Cina ha nettamente rallentato dal 7,9% annuo del T2 al 4,9% del T3. A ciò hanno contribuito la carenza di energia, la politica di tolleranza zero verso i nuovi focolai di Covid-19 e la decelerazione del mercato immobiliare. I dati di settembre hanno mostrato un rallentamento della crescita industriale. Dopo mesi deludenti, le vendite al dettaglio hanno recuperato terreno, ma restano ben al di sotto del trend pre-crisi. Nel complesso, la crescita è stata inferiore alle nostre aspettative. Riteniamo che alcune di queste debolezze cicliche persisteranno nei prossimi trimestri. Per questi motivi, abbiamo rivisto le nostre previsioni per il 2021 e il 2022 al 7,9% (dall'8,3%) e al 5,1% (dal 5,4%). Tuttavia, non crediamo che le distorsioni del mercato immobiliare causeranno una crisi economica. Di recente sono giunti segnali contrastanti dagli indici PMI dell'industria: il più ampio PMI ufficiale dell'industria è sceso ancora sotto la soglia di crescita di 50 a 49,2, mentre il PMI industriale Caixin è salito da 50,0 a 50,6. Secondo entrambi, la pressione sui prezzi dei fattori di produzione resta elevata e le strozzature dell'offerta persistono. Quanto alla politica estera, la situazione si è aggravata dopo che il presidente USA Joe Biden si è detto pronto a difendere Taiwan in caso di attacco militare da parte della Cina.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 0,8%	2021: 1,2%
2022: 2,0%	2022: 2,1%

In termini di inflazione dei prezzi al consumo, la Cina si conferma l'eccezione tra le principali economie. A settembre, l'inflazione è scesa allo 0,7%. Abbiamo rivisto ancora al ribasso le nostre previsioni annuali per il 2021 e il 2022. L'inflazione dei prezzi alla produzione è salita al 10,7%, ma è probabile che incida ancora molto poco sui prezzi al consumo. Ciò significa che la banca centrale ha ancora un margine di manovra sufficiente per allentare la politica monetaria.

Economic Research



Marc Brüttsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife.ch
🐦 @MarcBruetsch



Damian Künzi
Economist Developed Markets
damian.kuenzi@swisslife.ch
🐦 @kunzi_damian



Josipa Markovic
Economist Emerging Markets
josipa.markovic@swisslife.ch



Francesca Boucard
Economist Real Estate
francesca.boucard@swisslife.ch
🐦 @f_boucard



Rita Fleer
Economist Quantitative Analysis
rita.fleer@swisslife.ch



Avete delle domande o desiderate registrarvi per ricevere questa pubblicazione?

Inviare un'e-mail all'indirizzo info@swisslife-am.com.

Per informazioni più dettagliate vi invitiamo a visitare il nostro sito web www.swisslife-am.com/research



Approvata e pubblicata da Swiss Life Asset Management SA, Zurigo

Swiss Life Asset Managers può aver messo in atto o aver sfruttato le raccomandazioni relative alle ricerche prima che le stesse siano state pubblicate. Per quanto i contenuti del presente documento siano basati su fonti di informazione ritenute attendibili, non può esserne garantita né l'accuratezza né la completezza. Il presente documento contiene affermazioni previsionali basate sulle nostre stime, aspettative e proiezioni presenti. Non siamo tenuti ad aggiornare o riesaminare tali affermazioni. I risultati effettivi possono differire sostanzialmente da quelli anticipati nelle affermazioni previsionali.

Francia: la presente pubblicazione è distribuita in Francia da Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint Honoré, 75001 Paris ai clienti già in portafoglio e ai clienti potenziali. **Germania:** la presente pubblicazione è distribuita in Germania da Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Köln, da Swiss Life Asset Managers Luxembourg Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main e da BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Regno Unito:** la presente pubblicazione è distribuita nel Regno Unito da Mayfair Capital Investment Management Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Svizzera:** la presente pubblicazione è distribuita in Svizzera da Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurigo.